

Normas sobre crédito externo:

MANIOBRANDO SOBRE UNA PISTA JABONOSA

El panorama cambiario para 1998 es complejo: tasa de cambio pegada al techo de su corredor, perspectivas de disminución del saldo de las reservas internacionales en presencia de un alto déficit tanto fiscal como de cuenta corriente, y un saldo significativo de la deuda externa privada.

En un escenario así, como lo mencionamos la semana pasada, la decisión de la Junta Directiva del Banco de la República de disminuir el costo del depósito a los desembolsos de crédito externo tiene una intención acertada; sin embargo, sus verdaderos alcances serán muy limitados.

Principales efectos de la medida

La Resolución Externa 1, del 30 de enero de 1998, expedida por la Junta Directiva del Banco de la República, ordena la disminución del depósito aplicable a los desembolsos de crédito externo del 30% a 25% y reduce su plazo de 18 a 12 meses.

El propósito de la medida es equiparar el costo del crédito externo con el interno el cual se desequilibró debido al fortalecimiento de los controles a este

tipo de crédito adoptados en mayo del año pasado y al mayor ritmo de devaluación del último semestre.

Estos controles se reforzaron mediante la Resolución 5 de 1997 del Banco de la República; ésta amplió el depósito (creado en 1993) a todas las operaciones de endeudamiento externo independientemente de su plazo de financiación y fijó su monto en pesos (excepto el correspondiente a la prefinanciación de exportaciones). Antes de la citada Resolución, el depósito se aplicaba para las operaciones de menos de 60 meses (Resolución 4 de 1997), y en todos los casos éste podía ser constituido en dólares.

A juicio de la Asobancaria la aludida medida disminuirá el costo de endeudarse en el exterior, pero no logrará alterar en forma substancial la preferencia de los demandantes de crédito por la financiación en moneda legal y, por tanto, no tendrá repercusiones de corto plazo en una mayor oferta de divisas.

Bajo las condiciones actuales de devaluación nominal y de tasa de interés internacional (devaluación de 15% y libor más spread de 7.5% efectivo anual), el costo efectivo en pesos de un crédito en moneda extranjera a un año sería de 33% con un depósito del 30% a 18 meses; y de 31% con un depósito de 25% a 12 meses.

Los anteriores costos resultan de suponer que los usuarios del crédito externo optan por redimir el depósito en forma inmediata; ello representa un costo adicional en pesos de 6% (suponiendo que el Banco de la República descuenta el 20% del valor total del depósito). Redimirlo después de su vencimiento resultaría financieramente más costoso; ello implicaría asumir un costo de oportunidad equivalente a la tasa efectiva anual de tener un depósito en pesos a 12 meses (25%).

Dados los costos antes citados, el depósito a los desembolsos sigue siendo una fuerte barrera de contención para la financiación externa de corto plazo: el costo efectivo anual de un crédito en pesos es en promedio de 30% efectivo (DTF más 5%).

Aún en el caso de que la Resolución 1 hubiera eliminado los costos adicionales que representa para el endeudamiento externo la existencia del depósito, es poco probable que en la actual coyuntura se registre una reacción importante de la demanda por esta fuente de financiación.

En primer lugar, la fuerte presión devaluacionista induce a esperar un poco, especialmente al tener en cuenta las notorias oscilaciones observadas desde 1995; sobre el particular es bueno recordar que actualmente en el mercado de forwards se están negociando ventas de dólares con una devaluación de entre 17% y 20%. En segundo lugar, esas presiones se pueden acentuar por los menores ingresos por exportaciones (petróleo en particular). En tercer lugar, la "tímida" modificación del depósito puede generar expectativas de una disminución

adicional del costo de éste en los próximos meses, induciendo a los agentes a frenar temporalmente los desembolsos de crédito.

En consecuencia, solamente los agentes económicos que tienen un cubrimiento natural, es decir aquellos que perciben ingresos en dólares, tomarían la decisión de sustituir crédito interno por externo para financiar capital de trabajo.

Opciones alternativas

Hay dos medidas que se vienen planteando para defender la banda cambiaria y que en nuestra opinión no son aconsejables: eliminar el depósito al endeudamiento externo y las restricciones para prepagar este tipo de créditos (Carta Circular SG- OB-351 del 7 de noviembre de 1997)

En primer lugar, la eliminación total del depósito tendría negativos efectos estructurales: estimularía la entrada de capitales de corto plazo, deteriorando el perfil de la deuda externa privada y presionando un aumento del déficit de la cuenta corriente, al inducir una revaluación real del tipo de cambio. Bajo estas circunstancias, la economía quedaría muy expuesta a cualquier cambio súbito en los mercados financieros internacionales.

En segundo lugar, en las actuales circunstancias, la eliminación de las restricciones a los prepagos aumentaría rápidamente la demanda por dólares; ello presionaría al alza el precio de la divisa, dificultando tanto la defensa de la banda cambiaria como el cumplimiento de la meta de inflación.

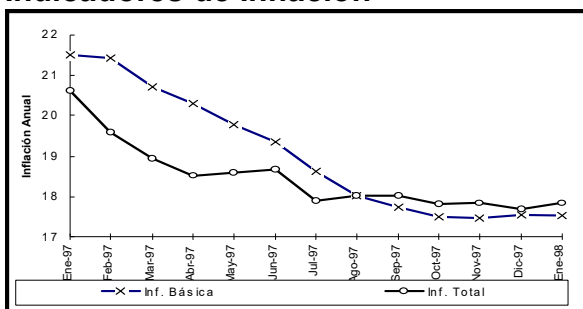
Pese a que no consideramos notables los efectos de la Resolución 1 y no vemos acertada la opción de eliminar el depósito y mucho menos la de quitar las restricciones a los prepagos, tenemos plena confianza en la capacidad de la autoridad monetaria para defender la banda cambiaria y aquietar los movimientos especulativos de la coyuntura. Hasta ahora ha sido modesta la intervención del Emisor en el mercado y apenas en esta semana comenzó a dar señales sobre la intención de aumentar las tasas de interés.

Nos preocupa, eso sí, que la oportunidad de las medidas pueda repetir la historia de 1995-1996, cuando se indujo un desplome de la tasa de cambio desde el techo hasta el piso de la banda en unos pocos días.

I. INFLACION

En enero de 1998 la inflación total para consumidores aumentó 1.79%, frente a 1.65% del mismo mes en 1997. La variación anual se situó en 17.84%, 2.78 puntos por debajo de los doce meses acumulados en enero de 1997, cuando fue de 20.62%. (Gráfico 1).

Gráfico 1
Indicadores de Inflación



Fuente: DANE. Cálculos Asobancaria

De acuerdo a las cifras del Dane, los sectores que explicaron el crecimiento en enero fueron transporte (4.16%) y alimentos (2.20%).

De acuerdo con estos resultados, el efecto esperado por el fenómeno de El Niño no fue tan fuerte como se había pronosticado.

Todo parece indicar que aunque se espera una presión importante sobre el grupo de alimentos, debido a los efectos de escasez que generará el fenómeno de el "Niño", el cumplimiento de la meta anual de inflación para 1998 dependerá del dinamismo de la actividad económica. Las importaciones de productos agrícolas, anunciadas por el Gobierno, podrían reducir la presión de los precios domésticos.

Como se observa en el Gráfico 1, la tendencia descendente de la inflación parece que llegó a su fin. La inflación básica se estancó en 17.6% desde octubre de 1997. Este resultado confirma lo que la Asobancaria ha venido pronosticando: el margen para reducir la inflación de demanda se está agotando. En consecuencia el factor que más incidencia tendrá sobre el resultado final de la inflación está relacionado con el dinamismo de la actividad económica.

II. TASAS DE INTERES

El 4 de febrero el Banco de la República modificó las tasas de interés que reconoce sobre los títulos de participación clase B a 30 días, al pasarlas de 21.5% a 23%. Esto puede interpretarse como una señal de que la autoridad monetaria estaría dispuesta a incrementar

gradualmente las tasas de interés de las OMA para defender la banda cambiaria.

III. EL BESO DEL DRAGON

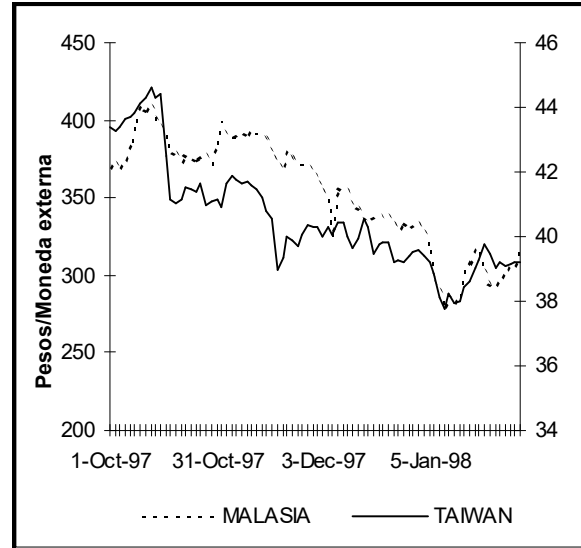
El efecto de las fuertes devaluaciones de las monedas asiáticas con respecto al dólar ha sido de diversa naturaleza para la moneda colombiana, y para la competitividad de algunos productos colombianos. Por un lado, con respecto a países como Corea, Malasia y Taiwan se ha presentado una apreciación del peso, y por otro lado, en el caso de Japón y Hong kong se observa una devaluación del peso (Gráficos 2 y 3).

Acudamos a un ejemplo para apreciar el efecto de ese cambio en los precios relativos de un producto de exportación: El primero de octubre de 1997, se encontraba en los mercados de Taiwan un producto X por 100 dólares taiwaneses; éste costaba en dólares U\$3.49 y en pesos colombianos \$4.338. Al 30 de enero de 1998, por el mismo artículo había que pagar U\$2.92 o \$3.918, lo que significa que el precio del producto cayó 9.7% en el mercado colombiano; si este producto le compite a uno nacional, es obvio el impacto sobre nuestra competitividad por la devaluación de esas monedas.

Con respecto a Japón, una mercancía cuyo valor era de 100 yen en octubre 1 de 1997, era adquirida con \$1029 o U\$0.83 y al 30 de enero de 1998 con \$1055 o US0.78. Lo anterior equivale a decir que la devaluación del peso colombiano frente al dólar ha sido mayor con respecto a la respectiva del yen. En este caso, el cambio de precios relativos favorece a los productos co-

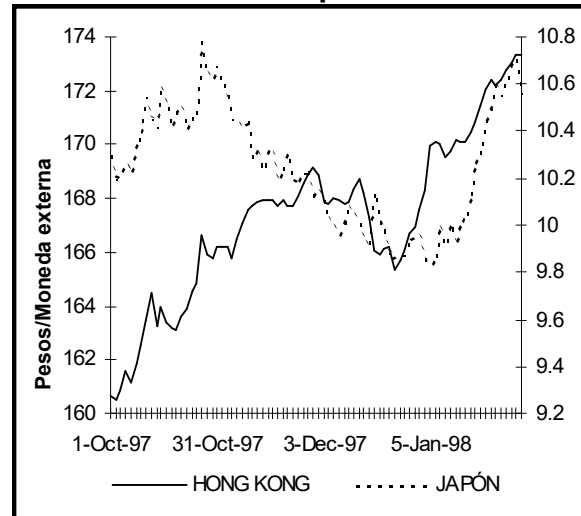
lombianos al ser menos costosos relativamente que aquellos del mercado japonés.

Gráfico 2
Tasa de cambio del peso colombiano



Fuente: Federal Reserve Board. Cálculos Asobancaria

Gráfico 3
Tasa de cambio del peso colombiano



Fuente: Federal Reserve Board. Cálculos Asobancaria